

EQI / asset

Carta Mensal

Março 2024

Acesse: eqiasset.com.br



Cenário Macroeconômico

Em março, destaque para as decisões de política monetária nos Estados Unidos e Europa. Na China, a economia continua patinando, com ajuste lento do mercado imobiliário, mas o surgimento de um excesso de capacidade produtiva que tem exacerbado a deflação dos preços ao produtor. No Brasil, o Banco Central continuou o ciclo de cortes na taxa Selic, porém com maior incertezas no cenário prospectivo, com alguns membros indicando que poderiam ser favoráveis à uma redução no ritmo de cortes nas próximas reuniões.

Os dados mais recentes do mercado imobiliário na China continuam refletindo um desafio estrutural. O estoque de imóveis não vendidos continua próximo das máximas enquanto o ritmo de vendas continua com contração na comparação anual. O fato de que os preços não estão sendo utilizados para acelerar o ajuste do setor torna a solução mais demorada. Os preços com quedas modestas não reativam a demanda. As construtoras permanecem com fluxo de caixa comprometido, os bancos mantêm os créditos de baixa qualidade, todos salvos por financiamentos governamentais. Assim, o setor vai perdendo relevância na atividade econômica, enquanto as concessões de crédito fluem para outros setores, como industrial. Nesse sentido, a capacidade produtiva da indústria chinesa aumentou nos últimos três anos, mesmo que a demanda não tenha

acompanhado esse ritmo. Assim, uma maneira de manter a produção é via exportações, especialmente se forem a preços baixos, ganhando *market share*.

Essa dinâmica chinesa tende a estimular novas rodadas de guerras comerciais e protecionismo, de maneira a evitar uma redução da atividade nos países desenvolvidos. Porém, para os bancos centrais dos países desenvolvidos, uma pressão baixista na inflação dos bens industriais e de consumo duráveis poderia ajudar a manter o processo de desinflação, ainda mais quando os mercados de trabalho permanecem apertados, com taxas de desemprego nas mínimas históricas em diversos países. Nessa perspectiva, o presidente do Fed, Jerome Powell, minimizou os dados de inflação mais altos que foram observados no início do ano, apontando para uma melhora nos próximos meses. A confirmação dessa desaceleração ajudaria no início do ciclo de cortes de juros, provavelmente a partir de junho.

No mesmo espírito da comunicação do banco central americano, a presidente do banco central europeu, Christine Lagarde, apontou para a possibilidade de flexibilização monetária nos próximos meses. Na Europa, a atividade continua fraca, com a indústria sofrendo com a competição chinesa e os efeitos dos juros altos no mercado imobiliário. Além disso, as incertezas sobre a guerra na Ucrânia persistem,

Cenário Macroeconômico

mesmo que em menor intensidade. Em termos inflacionários, o maior risco parece advindo do mercado de trabalho, com reajustes salariais acima da inflação ao longo de 2023. Uma moderação dessas altas em 2024 poderia reforçar a tendência de cortes de juros pelo banco central europeu.

Assim, o mês de março trouxe alguns sinais melhores do lado da inflação, indicando que as fortes altas registradas em janeiro e fevereiro podem ter sido temporárias e não uma tendência de reaceleração. Com isso, os bancos centrais se sentiram mais confortáveis em comunicar sobre a possibilidade de flexibilização monetária no segundo semestre. Os dados nos próximos meses, de inflação e atividade, ajudaram a determinar a data de início e a velocidade dessas flexibilizações monetárias.

No Brasil, o Copom apontou maiores preocupações com as incertezas no cenário, advindas especialmente do mercado de trabalho. Os reajustes salariais acima da inflação, sem aumentos de produtividade, acenderam um alerta de potenciais repasses inflacionários. Esse risco é ainda mais latente quando as expectativas de inflação já estão desancoradas. Além disso, permanece a dúvida sobre o início do ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos, que poderia afetar o diferencial de taxa de juros ao longo do segundo semestre desse ano, representando um risco para o real. Assim, mesmo que tenham optado pela redução de 50pbs na reunião de março, os membros do Comitê decidiram que essas incertezas demandam maior cautela quanto ao uso do

“forward guidance”, restringindo a sinalização para somente uma reunião a frente.

Entendemos que o cenário base da autoridade monetária ainda não foi alterado e, com isso, mantemos nossa expectativa de que a taxa Selic seja reduzida para 9,25% nas próximas reuniões, mantendo os juros reais efetivos acima da taxa de equilíbrio, dado que as expectativas permanecem desancoradas no horizonte relevante. Uma surpresa baixista na atividade e/ou uma reancoragem das expectativas poderiam engendrar mais cortes pelo Copom.

Em geral, o cenário do mês passado trouxe algum alívio para os ativos de risco, com o afastamento da possibilidade de retomada de alta de juros nos países desenvolvidos. A dúvida permanece agora sobre o início e intensidade do afrouxamento monetário nos próximos meses, dependendo dos dados de inflação e atividade. Esse ambiente é favorecido por um excesso de capacidade produtiva na China, que aumenta a oferta global de bens, reduzindo os preços. No Brasil, a política monetária continuará sendo flexibilizada, porém novas rodadas de dados de atividade fortes, especialmente no mercado de trabalho, podem levar a um aumento na cautela do Banco Central, com reduções mais parcimoniosas no segundo semestre.

Projeções Econômicas

Brasil	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)
Atividade econômica				
PIB - crescimento real (%)	2,9	2,9	1,0	1,5
Preços				
IPCA (IBGE - % a.a., dez./dez.)	5,8	4,6	3,6	3,5
Câmbio, Juros, Risco e Bolsa				
R\$/US\$ (final de período)	5,30	4,85	4,70	5,00
Juros nominais (Selic, fim de período, % a.a.)	13,75	11,75	9,25	8,50
Juro real, deflacionado pelo IPCA (% a.a.)	7,5	6,8	5,5	4,8
Setor Público				
Dívida Líq. do Setor Público - % do PIB	73,5	76,9	80,8	81,5
Resultado Primário do Setor Público - % do PIB	1,3	-2,3	-0,5	-0,4
EUA				
PIB - crescimento real (%)	0,9	2,5	1,5	1,0
PCE YoY (%)	5,3	2,5	2,6	2,2
PCE Núcleo YoY (%)	4,5	2,9	2,2	2,1
Mundo				
China – PIB	3,0	5,2	4,5	4,5
Europa – PIB	1,9	0,5	0,0	1,0

Fundos Renda Fixa & Crédito

Março chegou trazendo o final do verão e com uma redução na volatilidade dos mercados globais, após um início de ano turbulento devido às incertezas sobre a trajetória de política monetária nos Estados Unidos. Com as apostas sendo jogadas mais adiante, ainda acreditamos que o Fed deva iniciar o ciclo de afrouxamento monetário até o meio do ano.

Tal calma permitiu uma performance positiva nos ativos de risco, com o S&P negociando próximo ao seu máximo histórico, os *Treasuries* de 10 anos a 4,20% e com um mercado de crédito privado seguindo sua tendência de compressão nos spreads.

Já no mercado local, a tendência de compressão de spreads também foi bem forte, com a continuação do movimento de busca por mais risco, através da extensão do *duration* das carteiras, assim como a compra de títulos com maior risco de crédito, com a curva de "A" e "AA" apresentando fechamento de 30 bps em sua grande extensão.

Vale lembrar ainda que o fluxo para a classe de ativo segue muito forte, com os fundos de crédito captando bem, o que faz com que tenham que alocar de maneira quase que contínua, por vezes em níveis que consideramos sub ótimos. Aproveitamos esse movimento para seguir reciclando as carteiras, aumentando o caixa dos fundos para buscar melhores relações de risco x retorno adiante. Seguimos monitorando atentamente, mantendo o foco no processo de gestão.

Encerramos o mês de março mais uma vez satisfeitos com a performance dos fundos, com o EQI Liquidez a 104,1% do CDI, família PREV a 117,5%, Constantia a 117,5% e AUDACITAS a 111% do CDI!

Um abraço!

Fundo Macro

Em março o fundo Atlas Macro rendeu -0,08%.

Desde o início do ano, a curva de juro americana passou por um movimento forte de reprecificação. Abriu o ano projetando de seis a sete cortes ao longo de 2024 e fechou o mês de março com aproximadamente três cortes para esse ano. A curva longa de 10 anos seguiu na mesma direção, abriu o ano em 3,80% e fechou março em 4,20%. Esse movimento teve impacto na grande maioria dos ativos globais. Além desse vetor externo, os ativos locais sofreram também por motivos internos. O governo tem gerado muito ruído e desconfiança por parte dos investidores com declarações a respeito da guerra entre Israel e Hamas, e a questão mais recente envolvendo os dividendos da Petrobras, deixando uma percepção bastante negativa diante do risco de maior interferência na economia. Esse ambiente causou um fluxo de saída por parte dos estrangeiros, que já retiraram mais de R\$25 bilhões da bolsa esse ano. Isso tem pressionado a taxa de câmbio, que saiu de R\$4,85 em janeiro para mais de R\$5,00 atualmente. Na curva de juro local, o movimento não foi diferente. O mercado precifica hoje uma Selic de aproximadamente 9,75% no final de 2024 e 10,40% no final de 2025. Assumindo uma inflação de 3,50%, temos um juro real entre 6% e 7%.

Toda essa descrição tem o intuito de quantificar quanto o mercado local sofreu desde o início do ano, tanto pelo vetor externo quanto interno. Os ativos aqui estão descontados também com relação aos pares de América Latina como México, Chile e Colômbia. As bolsas e moedas desses países estão se valorizando no ano,

enquanto aqui o movimento é oposto.

Diante disso e olhando para frente, temos a percepção que os ativos já embutem um razoável grau de pessimismo e apresentam grande assimetria para o nosso cenário base. Nos Estados Unidos, a curva hoje está alinhada às projeções do Fed, de apenas três cortes para 2024. O discurso do presidente do Banco Central americano foi bastante sereno na última reunião, sinalizando que a atual projeção segue válida. Aqui, nos parece que o governo sentiu o efeito negativo pela queda na popularidade do presidente, e deveria buscar corrigir a rota. Dessa forma, vemos os ativos premiados e seguimos com uma expectativa de recuperação após três meses performando mal.

O principal risco seria o mercado zerar a precificação de corte de juros nos Estados Unidos para esse ano, e assumir que o Fed só comece a reduzir em 2025, diante de uma economia robusta e uma inflação resiliente.

Sobre o posicionamento, estamos aplicados na curva de juro local e na curva americana. Estamos vendidos em USDBRL via estrutura de opções e também em EURNOK. No livro de ações estamos net comprados em uma carteira de papéis na bolsa local e ETF de mercados emergentes, contra uma venda na bolsa americana.

Fundo Long Only

No mês de março, o PV FIA fechou com alta de 1,3% vs uma queda de 0,7% do Ibovespa. No ano, o fundo tem queda de 0,6% vs uma desvalorização do Ibovespa de 4,5%. Desde o início do fundo, a cota sobe mais de 46,7% vs Ibovespa de 34,3%.

No mês, o destaque foi a nossa posição em Suzano. A empresa vem surpreendendo com a estratégia de reajustes de preços na China vis a vis a expectativa de queda no segundo e terceiro trimestres. Com a inauguração da produção no meio do ano do projeto Cerrado, a expectativa é de aumento de geração de caixa e desalavancagem. Outro destaque de contribuição positiva foi Arezzo, que comentamos alguns detalhes sobre o alinhamento da fusão com o grupo Soma.

O conceito de capitalização de despesas como investimentos em ativos tangíveis e intangíveis sempre foi uma questão para se ficar atento. Dali existem diversas formas (conservadoras ou agressivas) dentro das regras contábeis de se reportar. A gestão de marcas sempre foi ponto chave, principalmente pela composição dos ativos intangíveis – aqueles bens de uma empresa que não são concretos. Em teoria, uma marca vale a expectativa de geração de caixa que ela pode trazer. Os ativos tangíveis possuem regras mais simples de contabilização – as normas contábeis de acordo com a vida útil de máquinas e equipamentos, as curvas de como se depreciar (acelerada, linear, etc.) são relativamente fáceis de se identificar nas notas explicativas dos balanços.

Quando falamos de marcas, o ponto é mais sensível. Quanto vale uma marca, de acordo com o histórico de referência, e o quanto ela

continuará a valer? O valor pago por uma marca pode se alterar ao longo do tempo. Isso depende do quanto se enxerga ou se projeta no fluxo esperado de caixa gerado – daí os famosos testes de *impairment*. As baixas contábeis são comuns quando a expectativa de geração de caixa de uma marca adquirida já não é a mesma.

Neste início de ano, com as divulgações dos resultados das empresas referentes ao quarto trimestre do ano passado, vimos diversas baixas contábeis que tiveram que passar pelos Demonstrativos Financeiros das empresas, como perdas (contábeis, ou seja, não caixa). Sejam por questões de crescimento de mercado, por questões fiscais ou por rentabilidade de divisões, diversas empresas reconheceram estas perdas.

O Grupo Soma reconheceu uma perda de mais de R\$2,9 bilhões referente à marca Hering, e com o alinhamento (correto na nossa visão, discutido na carta anterior), a baixa deu-se antes da concretização da fusão (a ser finalizada no final de 2024).

Outros grupos também reconheceram perdas relevantes: Alpargatas reconheceu uma baixa de R\$1,5 bilhão, a Natura reconheceu uma baixa de R\$664 milhões. Esses valores não são de uma queima de caixa operacional e sim de uma remarcação do quanto valem as marcas, mas a perda existe: o valor pago por estas marcas foram acima do atual valor e, para quem investiu de fato à época das compras, embutiu este prêmio desembolsado.

Olhando para frente, com balanços mais “limpos” estes ativos ficam mais baratos/realistas em relação ao preço e à geração de caixa futura. Contudo, é importante

Fundo Long Only

sempre acompanharmos as performances das marcas, os custos atribuídos e a forma de contabilização de despesas. Assim como lançamentos/ inovações, que podem ser usados para “empurrar com a barriga” projeções que deixam de ser adequadas à uma nova realidade.

Uma peça-chave para uma evolução saudável destas linhas de resultado e balanço é um ponto primário: o alinhamento de interesse com visão de longo prazo dos principais sócios e gestores. Por isso, o nosso trabalho contínuo investigativo na evolução das empresas.

Continuamos investindo em bons ativos, comprando-os por preços razoáveis e tendo paciência.

Fundo Long Bias

Em março, o nosso fundo Kronos IQ teve valorização de 0,9% vs uma queda do Ibovespa de 0,7%. No ano, o fundo tem uma queda de 1% vs Ibovespa com -4,5%.

No mês, zeramos a posição em Natura após a valorização recente e finalização do processo de desalavancagem da companhia. Por outro lado, aumentamos a posição de Mercado Livre visto as grandes perspectivas de crescimento do Mercado Ads, que deve trazer aumento de margem operacional para companhia.

No livro de juros e câmbio, continuamos com a venda em juros domésticos e internacionais e com uma posição comprada em reais. Estas posições são balanceadas com proteções em índices de bolsas nos mercados doméstico e internacional.

Os destaques de atribuição do fundo foram os setores de Papel&Celulose, pela posição em Suzano, e o setor de Varejo (principalmente pela nosso investimento em Arezzo).

Rentabilidade Mensal

Fundo	Cota Líquida	P.L.	Rentabilidade em 28/03/2024						Data de Início
			Mês	Ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Desde o início	
EQI LIQUIDEZ FI RF	1,3691729	955.485.848,49	0,87%	2,70%	12,97%	27,97%	36,28%	36,92%	28/12/2020
%CDI	-	-	104,16%	102,78%	102,57%	101,49%	102,15%	102,18%	-
CONSTANTIA FIM CP	1,3350329	54.130.862,22	0,98%	3,15%	14,96%	27,55%	-	33,50%	13/10/2021
%CDI	-	-	117,50%	120,06%	118,28%	99,95%	-	103,03%	-
CONSTANTIA ZURICH FC FIM	1,3357365	263.992.690,76	0,98%	3,23%	14,10%	27,68%	-	33,57%	14/09/2021
%CDI	-	-	117,85%	122,96%	111,45%	100,42%	-	101,39%	-
CONSTANTIA PREV FC FIM	1,3105946	49.703.414,95	0,98%	3,22%	14,06%	27,60%	-	31,06%	13/12/2021
%CDI	-	-	117,44%	122,55%	111,19%	100,15%	-	100,18%	-
AUDACITAS IQ FIM CP	1,3114844	94.335.872,99	0,92%	3,32%	16,61%	29,99%	-	31,15%	04/03/2022
%CDI	-	-	110,73%	126,48%	131,33%	108,80%	-	110,05%	-
ATLAS MACRO VP FC FIM	1,1834023	20.285.506,30	-0,04%	-0,26%	6,31%	-	-	18,34%	18/05/2022
%CDI	-	-	-	-	49,93%	-	-	71,99%	-
ATLAS MACRO ZUR PRV FC FIM	1,1930208	35.552.444,62	-0,03%	-0,23%	6,40%	18,67%	-	19,30%	13/04/2021
%CDI	-	-	-	-	50,62%	67,74%	-	54,63%	-
ATLAS MACRO FIC FIM	1,1932724	57.807.623,03	-0,08%	-0,47%	5,67%	18,14%	18,49%	19,33%	30/12/2020
%CDI	-	-	-	-	44,80%	65,82%	52,07%	53,52%	-
KRONOS LB IQ FIC FIA	1,6101220	9.535.883,70	0,70%	-1,54%	12,57%	1,72%	-2,64%	61,01%	29/03/2018
IPCA+6,00%a.a.	-	-	1,00%	3,10%	10,63%	23,51%	45,00%	96,18%	-
PV VP FIC FIM	0,9971719	1.479.450,86	1,01%	-0,95%	14,93%	3,20%	0,89%	-0,28%	11/03/2021
IBOVESPA	-	-	-0,71%	-4,53%	29,62%	7,60%	14,31%	11,41%	-
KRONOS LB 70 Z PR FIC FIM	1,0508696	2.609.973,76	0,96%	0,09%	14,79%	9,79%	-	5,09%	27/04/2021
70% IBOVESPA + 30% CDI	-	-	-0,24%	-2,40%	24,59%	14,07%	-	16,27%	-
PV FIA	1,46656913	10.137.870,62	1,34%	-0,62%	27,61%	11,74%	17,98%	46,66%	08/03/2019
IBOVESPA	-	-	-0,71%	-4,53%	29,62%	7,60%	14,31%	34,33%	-

* Fundos com menos de 6 meses de histórico não podem, por regulação, ter suas rentabilidades divulgadas pelo gestor.



EQI / asset

Acesse: eqiasset.com.br



EUQUEROINVESTIR GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

CNPJ 32.288.914/0001-96

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3.600, 10ª andar

Itaim Bibi – São Paulo/SP

A EuQuerolInvestir Gestão de Recursos não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento. Seu único propósito é dar transparência à gestão executada pela EuQuerolInvestir Gestão de Recursos. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxas. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. O conteúdo deste material é para uso exclusivo de seu destinatário e não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da EuQuerolInvestir Gestão de Recursos. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário.